

从规模竞赛到投向绩效

——解读《政府投资基金投向评价管理办法(试行)》的制度逻辑与政策含义

□ 刘少轩 陈钰什

2026年1月,国家发展改革委印发《政府投资基金投向评价管理办法(试行)》(下称《办法》)。该文件表面看是一套“投向评价”规则,实质上是一项基金治理制度:它用一套可核查、可比较的年度评价体系,把政府投资基金的政策定位重新拉回“服务国家战略”的轨道,并把地方竞争中的一些惯性做法转化为可计量的制度成本。

如果仅把《办法》理解为“新增一张评分表”,容易忽略它的核心意图:过去政府投资基金领域的主要矛盾,并不在于“缺资金”,而在于“资金如何形成有效供给”。在规模扩张、地方招商、短期回报与合规问责交织之下,不少基金出现了目标错配、区域分割、资金沉淀和同质化投资等结构性问题。《办法》通过“指挥棒”的方式,对这些问题逐一给出制度化回应。

一、先前的结构性问题:基金“多”与基金“有效”之间有落差

过去一段时间,政府投资基金快速扩容,成为地方产业政策和资本运作的重要工具。但在实践中,基金常常同时背负多重目标:既要完成资金募集和出资进度,又要承担招商引资、产业培育、财政撬动乃至阶段性稳增长的任务。当这些目标缺乏统一的评价口径时,最容易被“量化”的指标往往就会占据上风,从而引发一系列偏差。

首先是目标函数的错位。政府投资基金本应补位市场短板,支持早期、硬科技、长周期领域,但在现实考核中,规模、退出和账面回报往往更容易被拿来证明“有效性”。其结果是资金趋向确定性更强、期限更短的项目,投向容易后移,政策性目标被财务逻辑部分挤压。这类偏差的后果并非“投得不赚钱”,而是“该投的没有投到”,公共资金的边际政策效用下降。

其次是地方化约束加剧了全国市场的摩擦成本。地方政府在基金协议中设置较高的返投比例、附加注册地迁移条件,本意是把资金锁定在本地产业链,但客观上抬高了跨区域投资的交易成本,也把市场化机构推入“戴着镣铐跳舞”的状态。更重要的是,当各地都以基金作为招商抓手时,资金流动会被行政边界切割,难以形成全国范围内的最优配置,产业链协同与全国统一大市场建设反而受到掣肘。

再次是资金沉淀与管理能力不足并存。基金募得的资金并不等同于形成有效投资,一些基金存在“钱等项目”现象,或者项目储备不足、决策链条过长,导致资金长期闲置。这背后既有投资环境变化、项目质量约束,也有基金治理结构行政化、管理人专业能力参差不齐的问题。资金沉淀不仅降低财政资金使用效率,还会在后续预算安排、社会资本协同等环节形成连锁影响。

最后是同质化投资与产能过剩风险。地



刘少轩

□ 过去政府投资基金领域的主要矛盾,并不在于“缺资金”,而在于“资金如何形成有效供给”。在规模扩张、地方招商、短期回报与合规问责交织之下,不少基金出现了目标错配、区域分割、资金沉淀和同质化投资等结构性问题

□ 《办法》表面看是一套“投向评价”规则,实质上是一项基金治理制度:它用一套可核查、可比较的年度评价体系,把政府投资基金的政策定位重新拉回“服务国家战略”的轨道,并把地方竞争中的一些惯性做法转化为可计量的制度成本

□ 评价机制能否发挥预期作用的关键在于执行细节能否跟上,能否在数据、核验和动态调整上形成稳定机制

方竞争容易把投资偏好推向少数“热门赛道”,当基金缺乏对区域禀赋和产业链位置的冷静评估,重复建设与低效扩张风险就会上升。在部分行业进入供需再平衡阶段后,基金投资如果继续以扩产为主,不仅难以形成高质量回报,也可能与国家产能调控取向发生冲突。

二、《办法》的对症思路:把政策目标写入可核验的评价机制

《办法》对上述问题的回应,并非再增加几条“不得”“应当”,而是把政府投资基金使用的行为边界与政策导向,尽可能转化为可计分、可比较、可追溯的年度结果。这背后是一种治理路径的变化:从以往更侧重设立合规、过程审批的管理方式,转向以“投向—结果—约束”链条为核心的绩效治理。

其一是通过统一的信息底座降低信息不对称。《办法》要求基金管理人按期在全国政府投资基金信用信息登记系统填报更新信息,并对信息真实性作出书面承诺,评价数据获取以登记信息为主,并辅以核实的公开数据、研究报告、媒体报道及政府内部通报,同时配套实地与线上核查。信息标准化与核验机制的引入,是开展跨地区、跨层级评价的前提,也为后续信用约束提供了抓手。

其二是用权重结构明确政策性优先。在指标体系中,“政策符合性”占据更高权重,同时设置“优化生产力布局”和“政策执行能力”两类指标,形成政策导向、区域协同与治理效率的组合约束。这种结构释放的信号是:政府投资基金首先是政策工具,其次才是财务投资者;财务指标并未消失,但更多承担底线约束和效率校准的功能。

其三是把“地方性条款”转化为显性成本,推动规则回归全国统一大市场。《办法》将返投比例、注册地迁移等常见条款纳入评价维度,意

味着地方政府过去依赖谈判确定的约束条件,现在会直接体现在基金年度得分上。制度设计并不否认地方发展诉求,但通过评分机制把地方保护主义的外部性内部化,从而倒逼地方从“拼条款”转向“拼环境”。

其四是通过“穿透式评价”和负面行为清单,增强对复杂结构与风险行为的约束。母子基金采取穿透式评价,母基金得分由直接与子基金得分按出资比例加权形成,降低了通过层层嵌套稀释政策责任的空间。与此同时,负面行为清单采取“一票否决”思路,一旦触发将不予出具投向评价结果,并启动整改与通报,体现出对底线风险的刚性态度。

三、新的引导方向:从“投向清单”到“行为约束”的组合信号

《办法》给出的引导并非单点发力,而是通过指标组合,把政府投资基金的“投什么、怎么投、投得怎么样”三件事串联起来。其中最值得关注的是三类方向性调整。

第一类调整是对“新质生产力”和科技创新的资本化表达。“政策符合性”指标把新兴产业、未来产业、传统产业改造、数字经济等方向纳入评价框架,并进一步把科技成果、专利、关键核心技术攻关等产出写入计分逻辑。其政策含义在于,政府不再满足于基金“投在科创领域”,而是要求基金在投后层面形成可以被核验的技术与成果贡献。这会倒逼管理人在尽调阶段更重视技术路线、研发体系和产业化路径,并在投后管理中更强调协同资源与成果转化。

第二类调整是以“耐心资本”对冲短期主义。《办法》用可量化的方式界定“投早、投小、投长期”,并在部分效率指标上对早期属性作出差异化安排,目的在于让政府资金承担更强的“风险吸收”与“时间匹配”功能。这一设计的内涵是:在硬科技与颠覆式创新的长周期期

律面前,如果公共资金也以短期退出为主要目标,市场短板将被进一步放大;相反,政府投资基金如果能够在早期阶段形成稳定供给,社会资本才有可能实现接力投资。

第三类调整是把“效率”从口号变成可问责的过程指标。资金效能、闲置资金、信息披露、风险控制与管理人专业水平等维度,构成了对基金治理能力的硬约束。这既是对“资金到位即算成绩”的纠偏,也是对“政策性”可能带来低效率风险的一种制度对冲——政策导向可以更强,但资金不能长期沉淀,管理不能失序,信息不能失真。

四、背后的逻辑与内涵:用“评价”重塑政府与市场的分工边界

《办法》的制度内核,可以概括为一句话:用可兑现的评价结果,重塑政府投资基金的激励约束机制。在传统财政资金管理体系下,政府更擅长做预算安排、拨付审核和合规监管,但对股权投资这种高度依赖专业判断、信息不对称显著的领域,单纯依靠审批与过程监管往往难以形成持续有效的行为引导。评价机制的价值,正在于把“政策目标”转换为“可比较的行为选择”。

从政府角度看,评价机制是一种更“市场化”的治理方式。政府不需要具体决定每一笔投资投向哪个项目,但可以通过指标权重、负面清单和结果应用,在更宏观的层面设定方向、划定边界,并把资源配置的部分决策权交给专业机构。从市场角度看,评价机制又是一种更“政策化”的市场信号。当评价结果与后续出资合作、项目推介、融资对接等支持挂钩时,评分就不再是纸面结果,而会成为影响资金成本与合作机会的制度变量。

更深一层的含义在于中央与地方关系的再协调。《办法》提出推动国家级基金与地方基金统筹布局、协同联动,并通过统一评价口

径形成横向可比的“共同语言”。这意味着地方基金的竞争,不再仅仅体现为“谁的规模更大、设立更快”,而更可能体现为“谁的投向更符合国家战略、谁的治理更规范、谁的项目更可持续”。在产业政策日益强调“全国一盘棋”的背景下,这类机制安排有助于降低地方各自为战的成本。

五、落地取决于三个变量:数据口径、指标博弈与容错边界

制度设计只是第一步,评价机制能否发挥预期作用,还取决于执行层面的三个变量。

其一是数据口径的统一与可核验性。登记系统以基金填报为主,如果没有更严格的核验机制与一致的统计口径,不同基金之间的可比性会被削弱,评价也容易演变为“填表竞赛”。如何在显著增加合规成本的前提下提升数据质量,将是评价机制能否长期运行的基础。

其二是指标博弈的可控性。任何评分体系都会带来“为得分而行动”的动机,关键在于能否把这种动机导向政策希望的行为。例如,闲置资金指标强调加快投资落地,但如果与投早、投小的风险特征处理不好,可能诱发“为了不闲置而降低标准”的逆向选择。评价体系需要在速度与质量之间形成更精细的平衡,并在实践中动态校准。

其三是容错边界的清晰度。政府投资基金承担政策目标,意味着其投资结果可能呈现更高的不确定性。如果容错不足,管理人会倾向于选择更“安全”的项目,耐心资本难以真正形成;如果容错过宽,又可能放大低效与道德风险。《办法》在早期属性基金的部分指标上作出差异化安排,提供了一种折中路径,但实际操作仍需要更细化的规则配套与案例积累。

结语:评价不是终点,而是政府投资基金治理的新起点

总体来看,《办法》回答一个更根本的问题:公共资金如何在市场化运作中形成更高的政策乘数。它以投向评价为抓手,把全国统一大市场、科技创新、耐心资本、绿色发展与民营经济政策取向,转化为可计分、可核验的年度结果,并通过激励约束让结果“可兑现”。未来的关键在于执行细节能否跟上,能否在数据、核验和动态调整上形成稳定机制。如果这些环节能够落地,政府投资基金将更难以规模叙事获取资源,而必须用真实的投向结构、治理能力与长期绩效回应政策目标。

(作者刘少轩系上海交通大学中银科技金融学院执行院长,上海交通大学安泰经济与管理学院副院长;陈钰什系上海交通大学中银科技金融学院博士后,ISO可持续金融科技工作组专家)



中国证券网微信



上海證券報微信



上海證券報APP